

**双鹤药业（600062）：估值偏低 给予“买入”评级**

报告日期：2010年1月26日

医药行业研究员：宋文昭

**一、三季度经营情况简析****1、盈利能力回升，医药工业占比继续提升**

09 前三季度公司实现营业收入37.72 亿元，同比增长1.34%；营业利润4.13 亿，增长9.6%；净利润3.52 亿元，同比增长24.29%。净利润快速增长主要得益于制剂药高速增长和所得税下降。前三季度医药工业收入占比继续提高，毛利率同比上升2.34 个百分点。盈源、珂立苏、卜可、儿泻康等新品在小基数下高速增长；大输液系列同比增长约10%。医药商业着眼于高毛利，控制规模的同时毛利率维持在4%以上。09 年三季度实现营业收入13 亿元，同比增长2.57%，净利润1.12 亿，同比增长21.75%，每股收益0.20 元，三季度单季盈利增速相比二季度提高8.64 个百分点。

**2、期间费用保持平稳，经营活动现金流大幅增加**

上半年期间费用同比增长10.74%，期间费用率上升1.91 个百分点。其中营业费用同比增长11.63%；管理费用同比增长10.48%，管理费用、销售费用的增长与医药工业12%的收入增速相匹配，保持平稳。财务费用因银行借款利率大幅降低，同比减少53.69%。

上半年公司应收账款周转天数48 天，同比增加4 天，存货周转天数60 天，同比减少4 天。应收账款较期初增加22%，但仍处于历史合理范围，下半年回款会加速；存货则因原材料储备减少而降低8.6%。

上半年公司实现经营活动现金流2.21 亿，同比大幅增加252%，与2.4 亿净利润相匹配。

**二、公司主要产品分析****1、降压0 号进入基本药物目录，3-5 年销售规模有望突破十亿**

公司目前主要的降压产品是降压0号，降压零号为氢氯噻嗪、氨苯蝶啶、硫酸双肼屈嗪、利血平的复方制剂，利尿药降压药混合使用，组方合理疗效突出，上市30多年来凭借突出的性价比，在国内赢得了较高的知名度。目前在全国有500多万人使用，是中国使用人群最多的降压药。

降压0 号目前占公司工业收入的22%，工业毛利的34%，双鹤拥有该产品的品牌优势和绝大部分市场份额。我们保守估计09 年降压0 号销量将突破9 亿片，收入超过6 亿元。降压0 号最高零售指导价格保持不变，我们预计明年销量将大幅提升，3-5 年年销售规模预计将达到10-15 亿元。公司公告投入4.35 亿元兴建固体制剂车间，扩增2 倍产能也说明公司为降压0 号等固体制剂保障产能。

**2、大输液行业竞争加剧，价格存在下行风险**

大输液规模壁垒不高，几百万的资金就可以投入一条国产生产线，全国目前上规模的输液企业达300 家，行业增速维持8%-9%。近期正在讨论的新版GMP（正在征求意见阶段）有可能把中小输液厂逐步挤出，从而使得双鹤药业这样的品牌龙头企业最终胜出。

表 3: 国内大输液前 3 位生产企业市场格局

大输液企业	优势区域	市场占有率
科伦	四川、湖南、广西、江西、黑龙江和云南	20%
双鹤	广东、安徽、福建、江苏、湖北	15%
石家庄四药	华北地区	13%

数据来源: 英大证券研究所整理

双鹤大输液产品价格高、质量稳定。面对科伦药业的激烈竞争, 双鹤的策略是在一些和医院关系较好的地区, 直接将输液销售到医院, 以此控制终端用户。此外公司还积极调整产品结构, 大力发展高毛利的营养和治疗输液, 以此迎合大输液由包材结构调整到产品结构调整的未来发展方向。

### 3、研发进展顺利, 匹伐他汀钙片上市

公司上半年实现新品匹伐他汀钙片的上市, 匹伐他汀上市弥补了公司在高速增长调脂药领域的空白, 且匹伐他汀属于新一代强降胆固醇他汀, 加上公司在心血管领域数十年的营销经验, 匹伐他汀的成功只是时间问题。09 年上半年匹伐他汀钙还处于市场导入期, 但全球 30 亿美元的市场足以让这个产品值得期待。我们预计该产品有可能成为继降压 0 号后的另一个重要的心血管产品。

表 4: 匹伐他汀的药理优势

匹伐他汀	主要优势
HMG-CoA 酶抑制作用强	作用强度是辛伐他汀的 2.4 倍, 是氟伐他汀的 6.8 倍
抑制胆固醇生成作用强	作用强度是辛伐他汀的 2.9 倍, 是阿伐他汀的 5.7 倍
耐受性和安全性好	无其它他汀类药物常有的肝毒性和肌毒性, 副反应表现类似最好的他汀类药物
用药方便且剂量微小	匹伐他汀只需 1mg 规格 1 日 1 次用药, 且早、晚服用均可

数据来源: 英大证券研究所整理

### 4、公司降糖药产品增长遇瓶颈, 积极寻求突破

公司的降糖药主打产品为糖适平, 属于第二代磺脲类口服降糖药“格列喹酮”。2007 年格列喹酮占据了磺脲类口服降糖药 18.20% 的市场份额。公司的糖适平几乎垄断了格列喹酮的市场, 占据了格列喹酮市场 95% 的份额。

但是该产品近年来增长相对缓慢, 公司认为销售跟不上可能是该产品表现平平的一个原因。公司目前在积极改变对于糖适平的营销, 梳理销售队伍, 对外阜的销售人员进行整顿。我们认为糖适平本身是一个优秀的产品。因此我们认为一旦公司的销售环节梳理畅通, 该产品的增长也有望取得突破。

## 三、投资建议

我们将双鹤药业的估值水平与我们选择的可比公司及化学药行业平均水平进行了比较。双鹤药业目前的估值水平与可比公司的平均水平接近, 低于行业平均水平。考虑到公司是普药行业的龙头企业, 主要盈利品种降压零号明显受益于国家基本药物制度政策的实施; 同时公司有三十多个在产品种进入国家基本药物目录, 拥有批文的基本药物目录内产品达一百多个; 2010 年以后, 伐他汀钙片将成为公司重要利润增长点, 我们维持公司 2009-2011 年每股收益 0.84 元、1.05 元、1.26 元, 同比增长 26%、25%、20%, 估值水平偏低, 给予“买入”评级。

表5：双鹤药业与化学药行业的估值比较

	2008A	2009E	2010E	2011E
丽珠集团P/E	172	24	21	17
白云山A P/E	462	29	221	19
海南海药P/E	742	37	27	22
哈药股份P/E	24	22	19	17
西南药业P/E	41	27	20	16
可比公司均值P/E	711	28	22	18
行业均值 P/E	50	32	24	18
双鹤药业 P/E	33	24	19	16

数据来源：WIND 英大证券研究所

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

### 行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

### 公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

#### 评级说明：

##### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

##### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准